

## Perspectivas Económicas para 1997

Exposición de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en reunión desayuno organizada por la Asociación de Industrias Metalúrgicas y Metalmeccánicas, ASIMET, el 26 de marzo de 1997.

### Introducción

La presente exposición tiene la finalidad de dar a conocer algunas reflexiones acerca de la coyuntura económica actual y las perspectivas macroeconómicas para el resto del año. Estamos seguros de que nuestra política monetaria es más efectiva cuando el público conoce con claridad los objetivos del Banco Central, sus fundamentos y nuestra percepción respecto de la marcha de la economía.

Sin embargo, es importante que los árboles no impidan la visión del bosque. Por ello, es conveniente analizar, en primer lugar, las grandes tendencias que ha mostrado nuestra economía a través de la presente década y examinar desde esta perspectiva la coyuntura actual. En efecto, la realización de una política monetaria eficaz consiste precisamente en resolver con criterios de mediano y largo plazo, las tensiones que se presentan en el corto plazo entre objetivos alternativos de política económica.

### Desarrollos recientes de la economía

El desempeño de la economía chilena durante 1996 fue altamente satisfactorio. Al igual que en años anteriores, la inflación mostró una tendencia descendente y coherente con las metas propuestas por las autoridades económicas, al tiempo que el crecimiento de la economía fue vigoroso, pero enmarcado en una trayectoria de aterrizaje suave que difícilmente tiene precedentes en nuestra historia, y, finalmente, el déficit de la cuenta corriente se situó en un nivel moderado.

En los últimos años hemos sido testigos de un avance notable y continuo en materia de reducción de la inflación. La tasa de variación de 6,6% anual que registró el índice de precios al consumidor es la más baja observada en la economía chilena desde 1960, y la inflación promedio del último quinquenio es la menor de las últimas cinco décadas. Cabe recordar que a fines de la década de los ochenta y principios de la presente, la tasa de inflación estaba por encima de 25%. Desde entonces a la fecha, el ritmo de crecimiento de los precios se ha venido reduciendo en forma sostenida y gradual, y con el resultado observado en 1996 es el tercer año consecutivo en que la inflación se ubica en niveles de un dígito. Asimismo, mirando hacia el futuro, las condiciones son favorables para continuar esta trayectoria, y cabe esperar que dentro de un horizonte relativamente cercano, la inflación alcance los niveles que prevalecen en las principales economías industrializadas, lográndose así una efectiva estabilidad de precios.

Sin embargo, estas palabras no deben confundirse con una actitud de triunfalismo y autocomplacencia frente a la inflación. La búsqueda de la estabilidad de precios es una tarea que requiere de un esfuerzo permanente. La meta final se encuentra más cerca que nunca dentro de los últimos cincuenta años, pero todavía nos queda un tramo importante por recorrer, quizás el más difícil. A estas alturas sería un error histórico detenerse en el avance contra la inflación por una falta de voluntad en la ejecución de las políticas económicas. Debe señalarse que es una firme decisión del Banco Central utilizar los instrumentos disponibles para asegurar el cumplimiento de las metas planteadas. La mejor garantía de una inflación baja y estable en el tiempo es la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Instituto Emisor.

Junto con señalar los éxitos que se han obtenido en los últimos años en materia de reducción de la inflación, y de reiterar nuestra voluntad de continuar moviéndonos en la misma dirección, cabe recalcar que no existe una contradicción entre alcanzar este objetivo y otros de la política económica, como son materializar el potencial de crecimiento de la economía y mantener una sólida posición externa. Por el contrario, la experiencia del último sexenio demuestra que estos objetivos se complementan y refuerzan mutuamente. En efecto, la estrategia de reducción gradual de la inflación se ha logrado en un entorno de elevado crecimiento económico, 7,4% como promedio anual en 1991-1996, una baja tasa de desempleo, 7,2% como promedio en el mismo período, salarios reales crecientes a una tasa promedio de 4,7% por año, un déficit muy moderado en la cuenta corriente, en promedio 2,1% del Producto Interno Bruto (PIB), y la continua mejoría en los indicadores de solvencia externa y riesgo-país.

El control de la inflación no es otra cosa que la búsqueda del máximo ritmo de crecimiento que la economía puede ofrecer, pero en forma sustentable y estable en el tiempo. En efecto, la política monetaria actúa como un estabilizador que ayuda a mantener la economía dentro de un rango de crecimiento coherente con sus capacidades de mediano y largo plazo. Si la actividad económica se expande por encima de su potencial, presionando sobre la capacidad de recursos instalada y amenazando con acelerar el impulso inflacionario por encima de las metas propuestas, el Banco Central restringe las condiciones monetarias con el fin de conseguir su moderación y reencauzamiento hacia niveles sostenibles. Si por el contrario, se percibe un estancamiento de la economía y las proyecciones de inflación de mediano plazo se sitúan por debajo de las metas planteadas, entonces el Banco Central responde relajando las condiciones monetarias. Aun reconociendo que la política monetaria opera con rezagos sobre la economía, dentro de una perspectiva de mediano plazo, este enfoque permite que la producción y el empleo crezcan en forma sustentable, de acuerdo con su potencial, con una tasa de inflación bajo control.

Sobre este punto es importante destacar el rol de nuestras metas de inflación en la formulación y ejecución de la política monetaria. En una economía dinámica como la nuestra, caracterizada, además, por fluctuaciones violentas y sorpresivas en sus términos de intercambio, siempre existe un grado importante de ignorancia sobre su potencial de crecimiento. Por esta razón, nuestro foco principal no está en la tasa de crecimiento del producto en sí misma, sino en la evolución de los precios. Una política

monetaria anclada en el cumplimiento de las metas inflacionarias propuestas asegura que el Banco Central no comete errores sistemáticos en su evaluación del potencial de crecimiento de la economía. Así, si este potencial aumenta, y el Banco Central no valida las nuevas condiciones, el resultado serán presiones a la baja en la inflación que inducen un relajamiento de la política monetaria, y lo contrario ocurrirá cuando el crecimiento potencial es menor al esperado.

Los resultados macroeconómicos de 1996 también se inscribieron dentro de la tendencia de crecimiento no inflacionario que se ha observado a lo largo de la presente década. Junto con la caída en la tasa de inflación, el PIB se expandió a una tasa de 7,2% respecto del año anterior y la demanda agregada mostró un vigoroso dinamismo, alcanzando una tasa de crecimiento anual de 7,9% para el año en su conjunto, valores inferiores a los alcanzados en 1995, cuando la demanda interna se expandió a 12,9% y la producción a 8,5%. La tasa de desempleo nacional mostró una disminución de casi un punto porcentual respecto del promedio observado en 1995, y las remuneraciones reales mostraron un crecimiento promedio de 4,1%.

Esta favorable situación se observó a pesar del importante deterioro que experimentó la relación de términos de intercambio durante 1996 y el proceso de restricción monetaria por el que atravesó la economía en ese mismo periodo. Al respecto, cabe recalcar que dentro del año, tanto la producción como la demanda agregada mostraron una trayectoria de convergencia hacia tasas de crecimiento y niveles sostenibles y no inflacionarios. Así, mientras en el primer semestre la producción acumuló un crecimiento de 7,7% respecto a igual período de 1995, en el segundo semestre la tasa de crecimiento descendió a 6,7% y, de igual forma, la tasa de crecimiento de la demanda agregada pasó de 9,5% en el primer semestre de 1996 a 6,4%, en la segunda mitad del año. Por su parte, el consumo privado, si bien observó un fuerte crecimiento, redujo significativamente su ritmo de expansión respecto de 1995, mostrando una trayectoria también decreciente a lo largo del año. De igual modo, las importaciones de bienes y servicios mostraron una reducción en su ritmo de crecimiento con respecto al año anterior, terminando 1996 con un incremento de 11,7%.

Cabe mencionar que a pesar de la trayectoria global de convergencia que siguieron la demanda y la producción dentro del año, durante el último trimestre de 1996 estas variables mostraron un repunte sorpresivo para nuestras proyecciones y las de la mayoría de los analistas. Este incremento llevó el crecimiento anual del producto y del gasto hasta una tasa por encima del rango anunciado en nuestro Informe al Senado de septiembre último. Esta situación, sin embargo, se interpretó como un fenómeno transitorio, que obedecía a un conjunto de factores puntuales que se presentaron en el último cuarto del año, tales como el mayor número de días trabajados, la importación de dos barcos en octubre de 1996 y el aumento extraordinario en las compras al exterior de combustible para satisfacer los mayores requerimientos de generación termoeléctrica. Este diagnóstico se ha visto confirmado por los antecedentes disponibles para los primeros meses de 1997.

En el frente externo, cabe destacar la disminución que experimentó la relación de términos de intercambio como resultado de la corrección a la baja en los precios de los principales productos de exportación, así como también por el aumento en el precio internacional del petróleo y sus derivados. Este deterioro tuvo un impacto negativo sobre el ingreso nacional estimado en -5,5% del PIB. Por esta razón, si bien durante 1996 el crecimiento real de la demanda interna fue moderadamente superior al crecimiento de la producción, la brecha entre demanda e ingreso se amplió significativamente más, provocando un menor nivel de ahorro interno y un ensanchamiento del déficit de la cuenta corriente. Esta situación es contrapuesta a la observada en 1995, cuando el incremento de los precios de venta al exterior se tradujo en un aumento de 15,8% en el ingreso nacional, llevando la tasa de ahorro a un nivel récord.

Durante 1996, la menor expansión que experimentó el ingreso nacional permitió que el ahorro nacional, expresado como porcentaje del PIB en precios corrientes, alcanzara a 23,3%, mostrando una disminución respecto del nivel récord que había alcanzado el año anterior. En el futuro, en la medida que la relación de términos de intercambio recupere su tendencia y continúe el proceso de convergencia en el nivel de gasto interno, la tasa de ahorro nacional también debería recuperar niveles similares a la media de la presente década, esto es, en torno a 25% del PIB. Las altas tasas de ahorro que ha exhibido la economía en los últimos años se han transformado en uno de sus pilares fundamentales, asegurando la estabilidad del proceso de crecimiento de la economía nacional y su mayor independencia de las cambiantes condiciones externas.

Por otra parte, la tasa de formación bruta de capital fijo alcanzó un nivel récord en 1996 de 28,3%, medida a precios constantes. Como contraparte del mayor flujo de inversión y la menor tasa de ahorro interno, se observó una ampliación en el uso del ahorro externo. El déficit de la cuenta corriente alcanzó a US\$ 2.918 millones, lo que involucra una tasa de ahorro externo de 4,4% del PIB. A su vez el déficit de la balanza comercial se ubicó en US\$ 1.147 millones, explicado por exportaciones FOB de US\$ 15.353 millones e importaciones FOB por US\$ 16.500 millones. Aunque el valor de las exportaciones de bienes tuvo una caída en torno a 5% respecto de lo observado en 1995, cabe señalar que este resultado es íntegramente atribuible a los menores precios de venta al exterior, pues los volúmenes exportados se incrementaron a una tasa promedio levemente inferior a 14%. Este resultado se explica por el fuerte crecimiento que experimentaron las ventas de cobre, cuyo volumen creció levemente por encima de 22%; y también por el fuerte crecimiento de las exportaciones no tradicionales, cuyo volumen se incrementó en 15,3%.

Es importante destacar el crecimiento de las exportaciones, tomando en cuenta el interés que ha manifestado la opinión pública sobre el tema "dólar" y sus consecuencias para el desarrollo exportador. Las exportaciones continúan creciendo a tasas vigorosas y por encima del PIB. Este crecimiento no sólo refleja las exportaciones mineras, sino que también las no tradicionales, las que a lo largo de los últimos años han crecido continuamente por sobre 10%. Asimismo, también vale la pena destacar que el financiamiento del déficit de la cuenta corriente es sano y sustentable. De las entradas netas de capital que se observaron en 1996, cerca de 81% corresponde a inversiones con un carácter de mediano y largo plazo.

En relación con la política monetaria, como es conocido, a través de 1996 el Banco Central orientó su accionar a la consolidación de los logros en materia de inflación e impulsar nuevos avances hacia la estabilidad de precios. Se promovió un mayor nivel de tasas de interés, buscando encauzar la actividad económica hacia una trayectoria sostenible y acorde con su potencial. La oportuna respuesta de la política monetaria permitió mantener bajo control las presiones expansivas que amenazaban la reducción del ritmo inflacionario, y así alcanzar una variación anual de precios acorde con la meta planteada por el Banco Central. La experiencia

reciente confirma que la anticipación es un aspecto clave para realizar una política monetaria efectiva y eficiente, pues el impacto pleno de las tasas de interés sobre la demanda agregada y la inflación toma tiempo.

Cabe destacar el significativo impacto que ha logrado la política monetaria sobre las presiones inflacionarias internas. En efecto, el costo nominal de la mano de obra registró una trayectoria descendente durante 1996, y la materialización del ajuste realizado durante el año se hizo ver con fuerza hacia finales de éste, cuando se registró una variación en doce meses de un dígito (9,3%), acumulando una caída del orden de tres puntos porcentuales respecto a igual mes de 1995. Asimismo, se observaron avances de importancia en la reducción de la inflación de los bienes no transables. Al satisfactorio comportamiento de la tendencia inflacionaria y de sus componentes internos, se sumó el favorable impacto sobre la inflación del menor crecimiento en el precio de los productos perecibles. Esta situación permitió compensar otros incrementos de carácter puntual y transitorio en los precios de productos derivados del petróleo y del trigo, consecuencia de las significativas variaciones que experimentaron los precios de estas materias primas en los mercados internacionales.

En relación con la política cambiaria, cabe reiterar el propósito de las recientes modificaciones sobre la regla cambiaria. Durante 1996 el tipo de cambio observado fluctuó en el tramo inferior de la banda cambiaria a una distancia promedio del piso de 1,4%. El comportamiento del dólar acuerdo y el piso de intervención nominal estuvo marcado por la recuperación del dólar en los mercados internacionales, proceso iniciado en abril de 1995, y su impacto en la mecánica de la regla cambiaria, resultando en una depreciación de 6,8% entre diciembre de 1995 y diciembre de 1996. La paridad peso-dólar mantuvo un comportamiento relativamente estable a lo largo del año, sin reflejar las fluctuaciones del dólar respecto del marco y del yen. Sin embargo, gradualmente se acortó la distancia entre el dólar observado y el piso de la banda, y este último impulsó un proceso de ascenso hacia niveles cercanos a \$ 415, para finalizar el año en niveles de entre \$ 420 y \$ 425, producto principalmente del alza del dólar en los mercados internacionales.

Posteriormente, en enero de 1997 esta tendencia se acentuó, y el piso de intervención perforó el valor de mercado, obligando al Banco Central a intervenir en defensa de un valor del tipo de cambio que no reflejaba la verdadera situación de escasez del dólar y que se constituía en una fuente de presiones inflacionarias. Para corregir esta situación, el 20 de enero se introdujeron ajustes en la regla cambiaria. Se modificó la composición de la canasta referencial de monedas, aumentando el peso relativo del dólar americano a 80% y disminuyendo la incidencia del marco alemán a 15% y la del yen japonés a 5%. La anterior modificación se adoptó teniendo presente la incidencia observada de las tres monedas en la formación de los precios en dólares de nuestro comercio exterior. La canasta anteriormente vigente exponía a la economía a significativos choques inflacionarios desde el exterior cuando se producía una tendencia sistemática de valorización del dólar con relación a las otras monedas. Del mismo modo se amplió la banda de flotación del dólar a un margen de  $\pm 12,5\%$  con relación al dólar acuerdo y se reescaló el valor central de la banda cambiaria acorde con la nueva composición de la canasta.

### **Perspectivas para 1997**

En definitiva, los logros obtenidos durante 1996 en materia de inflación, crecimiento económico y balanza de pagos resultaron muy favorables, a pesar de enfrentar un deterioro significativo de nuestros términos de intercambio e incipientes presiones inflacionarias heredadas del alto crecimiento de la economía durante 1995.

En relación con las perspectivas para el presente año, el diagnóstico general es que la trayectoria de la economía es acorde con las metas propuestas. La tendencia de la inflación de precios y salarios se mueve en la dirección correcta y es coherente con el cumplimiento de la meta presupuestada para fines de año, en torno a 5,5%. Si bien la tasa de inflación medida ha presentado un leve repunte en los últimos meses, esta situación obedece a factores puntuales y transitorios relacionados con el comportamiento al alza en el precio de algunos bienes perecibles, y no con factores estructurales o de tendencia. En efecto, las medidas de inflación subyacente continúan manifestando un comportamiento favorable y descendente de acuerdo con lo esperado.

Cabe destacar que la confianza expresada en el cumplimiento de la meta de inflación para el presente año está basada en la continuación de las favorables tendencias que ya exhiben la inflación de los bienes no transables y también la de los salarios, y no en una apreciación artificial de la moneda nacional. En efecto, se estima que la reducción de la tendencia inflacionaria descansará principalmente en la disminución del impulso proveniente de las fuentes internas, salarios y márgenes de utilidad. Por su parte, el tipo de cambio debe tener un comportamiento acorde con la inflación y la mantención de un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Al mismo tiempo, la producción y el gasto llevan una trayectoria de convergencia hacia niveles y tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo, compatibles con la reducción sistemática de la inflación y la obtención de un déficit prudente en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En efecto, se estima que el producto mostrará una tasa de crecimiento dentro del rango de 5,5% a 6,0%, que se indicara en septiembre último en el Informe al Senado, al tiempo que la tasa de expansión de la demanda interna será levemente inferior a la del producto.

Si bien el nivel de actividad económica y, especialmente, la demanda interna mostraron un mayor dinamismo al esperado en la última parte de 1996, los antecedentes disponibles para el primer trimestre del presente año confirman que la trayectoria de ajuste que llevaba la economía no se ha visto interrumpida. En efecto, la reciente publicación del Indicador Mensual de Actividad Económica, IMACEC, para el mes de enero indica una variación, respecto de igual mes del año anterior, de 4,7%, cifra que se sitúa en niveles concordantes con la trayectoria esperada por el producto en el primer trimestre del año, y que avala el diagnóstico sobre la transitoriedad del repunte observado a fines de 1996. Es probable que durante el primer semestre de 1997 observemos tasas de crecimiento de la producción y de la demanda agregada por debajo de su tendencia de largo plazo, pero dentro de una trayectoria ascendente para retomar gradualmente tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo hacia fines de año.

Dentro de los componentes de la demanda agregada, cabe destacar el dinamismo esperado por la formación bruta de capital fijo y las exportaciones. En efecto, se espera que durante el presente año el coeficiente de formación bruta de capital fijo a PIB alcanzará a 28,5%, nivel récord para este agregado, mientras, las exportaciones de bienes y servicios mostrarán un crecimiento por encima del producto. Por su parte, el ahorro nacional mostrará una leve alza respecto al nivel observado en 1996, situándose levemente por encima de 23,5%.

Con relación a las cuentas externas, se espera un déficit de la balanza comercial en torno a los US\$ 900 millones, como resultado de mayores exportaciones de las que se habían presupuestado en el Informe al Senado, presentado en septiembre último. En efecto, se espera que en 1997, el precio promedio del cobre se sitúe en torno a US\$ 1, por encima de los 95 centavos de dólar que se proyectaban en septiembre último. Asimismo, se espera una importante expansión en el volumen de las exportaciones totales de bienes, en torno a 10%, explicado por una expansión del orden de 11% de las exportaciones de cobre y de aproximadamente 9% para el resto de las ventas al exterior. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente se situaría aproximadamente en US\$ 3.000 millones, equivalente a una proporción levemente inferior a 4% del PIB, dentro del límite superior del rango considerado como prudente para esta variable.

## **Conclusiones**

En conclusión, las perspectivas generales para la economía son muy favorables. La plena materialización de estas proyecciones requiere del concurso de una política monetaria vigilante a la consolidación de las tendencias que se observan en materia de precios y salarios, y también de la colaboración de la política fiscal a través de una expansión moderada del gasto público. El satisfactorio desempeño del proceso de ajuste, materializado, por una parte, en un favorable ritmo de crecimiento económico y, por otra, en crecientes señales que indican que el proceso inflacionario se encamina en la dirección de la meta de 5,5%, programada por la autoridad económica para el año 1997, motivaron al Banco Central a anunciar un leve relajamiento de la política monetaria a principios de febrero de este año. Nuevas decisiones en esta materia dependen de la materialización de los resultados buscados y no de fechas específicas.

La economía chilena ha mostrado resultados muy favorables en el transcurso de los años noventa, tales como un crecimiento económico elevado y sostenido, tasas históricamente bajas de desempleo y salarios reales crecientes, inflación declinante, niveles récord de ahorro e inversión y una situación externa muy saludable. Aún más, los avances logrados en los años noventa son percibidos como sustentables, y las perspectivas a futuro, favorables. En este sentido, se torna de la mayor importancia asegurar que este proceso continúe dándose en un contexto de bases sólidas y de inflación decreciente en el tiempo, de modo de asegurar que estas positivas perspectivas se concreten.

---